

中国宏观热点速评

12月与4季度最终需求强于预期

2017年12月及4季度经济活动数据点评

2017年4季度实际GDP同比增速持平于6.8%，估算名义GDP同比增速则保持在11%的较高水平。4季度实际GDP同比增速符合我们预期，但高于市场预期的6.7%。经季节性调整后，GDP环比折年增速为6.7%，较3季度的6.8%大体持平。据我们计算，2017年4季度名义GDP同比增速维持在11%(3季度为11.2%)，同时GDP平减指数从4.1%微降至4.0%（图表1）。4季度6.8%的实际GDP增速表明最终需求（总需求减去存货变化）增长稳健，而且高频数据显示年末库存水平大幅下降。我们认为，经济活动仍保持较高景气度，尤其是考虑到数据可能受到一些短期因素扰动——1) 2017年4季度工作日较16年4季度少两天；2) 17年8月即开始了严格的环保督查，压低工业生产增速；3) 10月十九大会议召开可能暂时影响了工业和投资活动。分产业来看，4季度第二产业的实际GDP同比增速下滑，但第三产业实际GDP同比增速上升。另一方面，原材料及中游工业品价格高企，4季度第二产业名义GDP增速仍达到12.2%（图表2）。

12月份工业增加值同比增速从上月的6.1%小幅上升至6.2%，高于我们和市场的预期。经季节性调整后，12月工业增加值月环比增速从上月的0.48%加快至0.52%（非年化）。尽管2017年12月工作日同比少1天，工业增加值仍有所加速，显示终端需求较强。此外，12月发电量同比增速亦从上月的2.4%大幅上升至6%。12月工业机器人和新能源汽车等行业增长继续亮眼，同比分别增长56.5%和71.2%（图表3）。另一方面，环保限产仍然压低了部分重工业行业产量增速，如水泥（同比下降2.2%），平板玻璃（同比下降5.3%）以及钢材（同比下降1.1%）。

12月社会消费品零售总额名义同比增速从上月的10.2%放缓至9.4%。剔除价格因素后，零售总额实际同比增速从11月的8.8%下降至7.8%。12月手机类商品的零售额同比增速有较明显放缓。

12月月报名义固定资产投资同比增速从上月的6.3%上升至7.2%，1-12月FAI累计同比增速持平于7.2%，符合市场预期。除开月报名义FAI挥之不去的数据质量问题¹，我们还是比较关注投资的领先指标的趋势——12月固定资产投资的领先指标有小幅回落——12月新开工项目总投资额同比增速从11月的31%下降至6.2%（图表4），而固定资产投资的资金来源同比增速则从11月的12.4%回落至8.8%。分部门看（图表5），

▶ 12月房地产开发投资同比增速从11月的4.8%小幅下降至1.9%；但另一方面，地产投资的领先指标则涨跌互现。房地产新开工面积增速从11月的18.8%回落至8.6%（图表6），土地成交面积同比增速亦从上个月的43.1%放缓至12.4%（图表7）。另一方面，12月房地产到位资金同比增速从上月的10.6%加快至12.6%，且房地产成交面积及成交额同比增速亦双双继续提升。

▶ 12月基建投资增速从上月的15.6%下降至6.7%。近几年12月当月的基建投资增速都波动较大，因此我们将继续等待1-2月投资数据以更好地观察其趋势。

▶ 12月制造业投资增速从11月的4.1%跳升至12.5%。名义GDP高速增长，企业盈利回升，表明制造业投资周期仍有进一步回升空间。

分析员

易垣

SAC 执证编号: S0080515050001
SFC CE Ref: AMH263
eva.yi@cicc.com.cn

分析员

刘雯琪

SAC 执证编号: S0080517080001
SFC CE Ref: BIU684
wenqi.liu@cicc.com.cn

分析员

梁红

SAC 执证编号: S0080513050005
SFC CE Ref: AID293
hong.liang@cicc.com.cn

近期研究报告

- 宏观经济 | “年末效应”下财政存款与货币乘数下降 (2018.01.16)
- 宏观经济 | 如何理解美国国债收益率上行但美元走弱? (2018.01.15)
- 宏观经济 | 工业生产加速; 通胀压力积聚 (2018.01.15)
- 宏观经济 | 美国12月核心CPI通胀超预期抬升 (2018.01.14)
- 宏观经济 | 新一轮去杠杆明显压低货币供应量及社融增速 (2018.01.12)

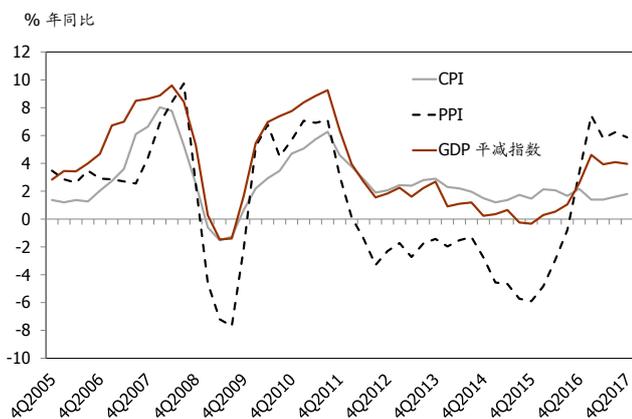
¹ 请参见我们2016年9月29日发布的中国宏观简评《辽宁固定资产投资“断崖式下跌”简析》，2016年9月9日发布的中国宏观专题报告《统计失真扰乱固定资产投资增速》，以及2016年9月13日发布的中国宏观周报《月度固定资产投资的变化是否还有指标意义？》。



▶ 同时, 12 月民间固定资产投资增速从 11 月的 4.8% 明显加快至 9.2% (图表 8), 和制造业投资回升的态势一致。

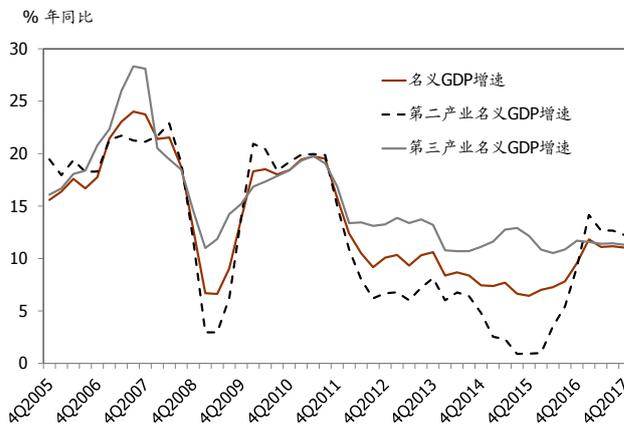
往前看, 我们预计 1-2 月和 1 季度经济数据有望“开门红”——开年以来需求增长稳健, 而库存水平极低。高频数据显示 2018 年以来需求稳健, 而土地成交和企业利润等投资领先指标亦较为乐观。我们重申之前的观点, 即消费和制造业投资有望继续回升, 房地产投资可能加速, 以及今年实际完成的基建投资可能较预期更有韧性²。此外, 2018 年 1 月工作日将比去年同期多 4 天, 会明显抬升当月增速。其次, 在需求稳健的前提下, 补库需求、或至少“不再去库存”会提升环比投资增速。政策面看, 我们预计春节前政策环境趋稳, 流动性大体平稳, 尤其是考虑到央行将在春节期间建立“临时准备金动用安排”以熨平流动性波动。此外, 参照之前的政策“小周期”规律, 在 2017 年 11 月-12 月货币条件收紧之后, 短期内监管可能采取“观望”态度, 以评估金融环境收紧对实体经济融资的潜在影响。

图表 1: 4 季度 GDP 平减指数大体持平



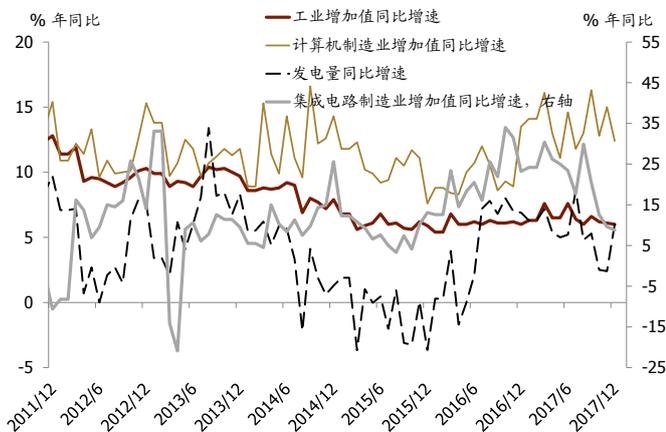
资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 2: 第二产业和第三产业名义 GDP 同比增速均小幅下降, 但仍保持高速增长



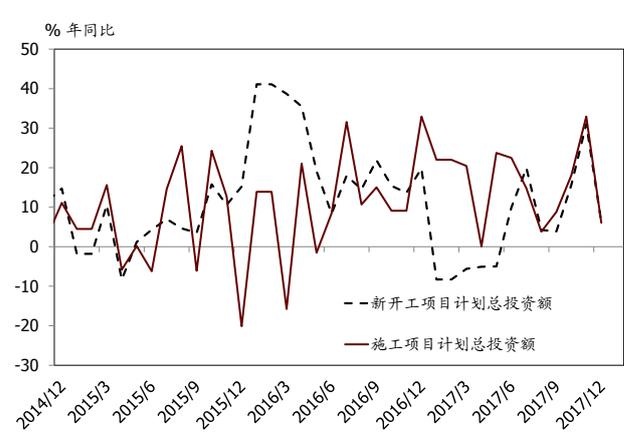
资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 3: 12 月发电量增速明显回升, 与我们在高频数据观察到的趋势一致



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 4: 12 月固定资产投资新开工和在建项目投资额增速双双回落

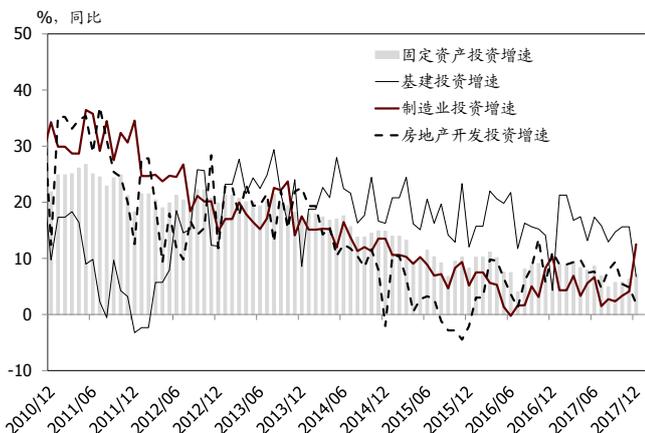


资料来源: CEIC, 中金公司研究部

² 请参见我们 2018 年 1 月 8 日发布的中国宏观专题报告《上调 2018-19 中国增长、通胀及人民币汇率预测》。

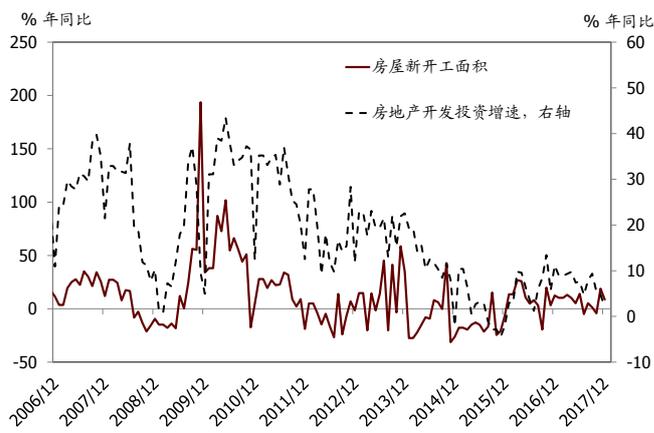


图表 5: 分行业固定资产投资增速 - 制造业投资增速跳升, 房地产和基建投资增速有所放缓



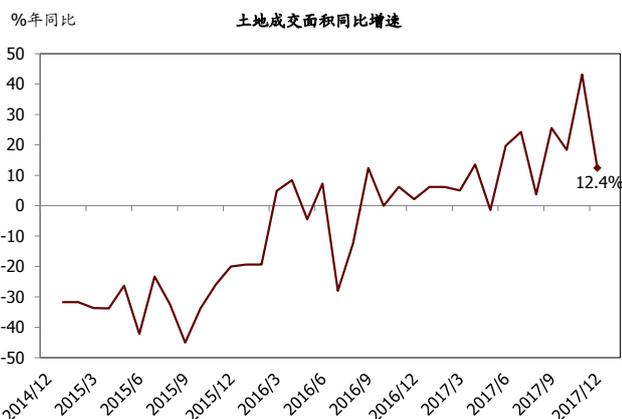
资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 6: 领先指标来看, 12月房地产新开工面积增速有所回落



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 7: 12月土地成交亦有所放缓



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 8: 民间固定资产投资增速大幅加快



资料来源: CEIC, 中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人仅是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908
编辑：樊荣



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海黄浦区湖滨路证券营业部

上海市黄浦区湖滨路168号
企业天地商业中心3号楼18楼02-07室
邮编: 200021
电话: (86-21) 56386-1195、6386-1196
传真: (86-21) 6386-1180

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
馨基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心B座13层1311单元
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海浦东新区世纪大道证券营业部

上海市浦东新区世纪大道8号
上海国金中心办公楼二期46层4609-14室
邮编: 200120
电话: (86-21) 2057-9499
传真: (86-21) 2057-9488

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

西安雁塔路证券营业部

西安市雁塔区二环南路西段64号
凯德广场西塔21层02/03号
邮编: 710065
电话: (+86-29) 8648 6888
传真: (+86-29) 8648 6868



CICC
中金公司

